

稳中求进, 教育出版铺垫估值基石

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 山东省新生人口触底回升, 2001-2013年, 山东省新生人口保持在110万人左右, 2014-2017年, 山东省新生人口分别为139/124/177/175万人, 学生人数和学生结构日益改善, 预计将给公司教材教辅和少儿类图书方面带来增量; 2) 大三科自2017年秋季开始普及, 公司拥有山东省全省人教版大三科教材的发行权, 是山东省唯一发行商, 有望收获其他版本教材退出的红利。
- **公司是山东省出版发行龙头。**在2017年国家新闻出版总局公布的图书出版集团总体经济规模排名中, 山东出版集团排名第七。2017年, 公司在少儿文学市场中排名第3, 其中实体店排名第2; 在马列综合类图书市场排名第2, 公职类考试丛书累计发行超过500万册。公司拥有9家图书出版社、1家音像出版社、3家期刊社, 旗下人民社、明天社为全国百佳出版社。
- **教材教辅占营收、毛利的半壁江山, 公司业绩确定性强。**加回内部抵销数据, 公司营收\毛利占比均保持在50%以上, 由于教材及部分教辅由政府通过公开招标方式进行采购(新华书店集团中标), 公司部分业绩已提前锁定, 业绩确定性强。
- **纸价回稳, 成本端得到管控。**纸张是图书的重要原材料, 占出版业务总成本35%左右, 纸价自2016年7月起开始波动, 以铜版纸为例, 2016年7月价格为5550元/吨, 2017年7月升至6875元/吨, 2018年4月升至7875元/吨见顶, 2019年1月回落至5950元/吨。随着纸价回稳, 公司成本端或能有效管控。
- **新业务亮点颇多, 助推业务结构优化。**2017年, 书店集团实现教育装备中标金额4.2亿元; 书店集团成立教育研学旅行公司; 山东教育出版社打造的专业网络教育视频网站——“鲁教视通网”连续三届荣获全国新闻出版业“优秀数字教育平台”、有声出版阅读平台“小荷听书”入选新闻出版类重点项目及多项大奖; 山东科学技术出版社宝可思 ICC 项目、明天出版社学前教育网等项目进展顺利。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2018-2020年EPS分别为0.72/0.79/0.89元。我们选取A股上市公司中主业为出版发行的公司进行对比, 2019年行业平均估值水平为14倍。基于1) 2014年以来, 山东省新生人口数量开始呈现增长的趋势, 学生人数和学生结构日益改善; 2) 大三科普及带来公司市占率进一步提升。给予公司2019年15倍PE, 目标价11.85元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务拓展成效或不及预期风险, 原材料纸价上涨风险。

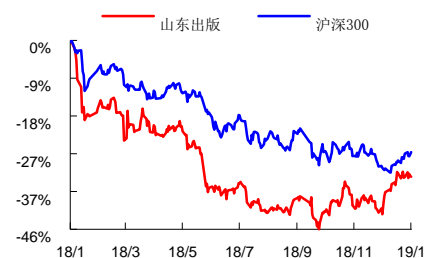
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8900.92	9778.09	10821.09	12064.66
增长率	10.79%	9.85%	10.67%	11.49%
归属母公司净利润(百万元)	1364.83	1510.18	1657.80	1852.26
增长率	30.32%	10.65%	9.78%	11.73%
每股收益EPS(元)	0.65	0.72	0.79	0.89
净资产收益率ROE	15.61%	15.48%	15.30%	15.37%
PE	13	11	10	9
PB	1.99	1.78	1.60	1.44

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.87
流通A股(亿股)	4.27
52周内股价区间(元)	6.69-12.89
总市值(亿元)	173.00
总资产(亿元)	141.70
每股净资产(元)	4.48

相关研究

目 录

1 立足教育大省，产业链带完备的出版龙头	1
2 立足人口、教育大省，分享“大三科”发行的红利	5
2.1 公司业绩确定性强，纸价回稳改善成本端	6
2.2 教材教辅：高壁垒+深护城河，收割大三科普及红利	7
2.3 一般图书：畅销书种类丰富，少儿/马列类图书排名靠前	9
2.4 新业务：进军教育装备市场，搭建 To C 平台	10
3 盈利预测与估值	13
3.1 盈利预测	13
3.2 估值与评级	14
4 风险提示	15

图 目 录

图 1: 山东出版股权结构（截至 2018 年半年报）	1
图 2: 公司历史沿革图：打造重点图书集群，搭建全新版贸平台	2
图 3: 公司 2017 年营收构成及占比情况	3
图 4: 公司 2015-2017 年各项业务毛利率情况	3
图 5: 公司历年营收结构：发行业务贡献主要营收（亿元）	3
图 6: 公司历年毛利结构：发行、出版为主体（亿元）	3
图 7: 公司 2013 年以来营业收入和归母净利润情况	4
图 8: 公司 2013 年以来出版、发行营收情况	4
图 9: 历年公司销售毛利率及销售净利率情况	4
图 10: 历年公司三项费率情况	4
图 11: 历年公司教材教辅营收占比情况	6
图 12: 历年公司教材教辅毛利占比情况	6
图 13: 铜版纸价格走势图（元/吨）	7
图 14: 历年公司纸张成本及占出版成本比例情况	7
图 15: 2000 年以来，山东省历年出生的人口数量	8
图 16: 2010 年以来，山东省小、初、高学生结构	8
图 17: 少儿图书零售市场竞争情况：明天社位列第二梯队	9
图 18: 2018 年当年度童书榜：明天社上榜图书	9
图 19: “鲁教视通网”精品微课	11
图 20: “宝可思 ICC”课程	12
图 21: 新华物流自动化流水线	12
图 22: 新华物流开展创新创业孵化园项目实景	12

表 目 录

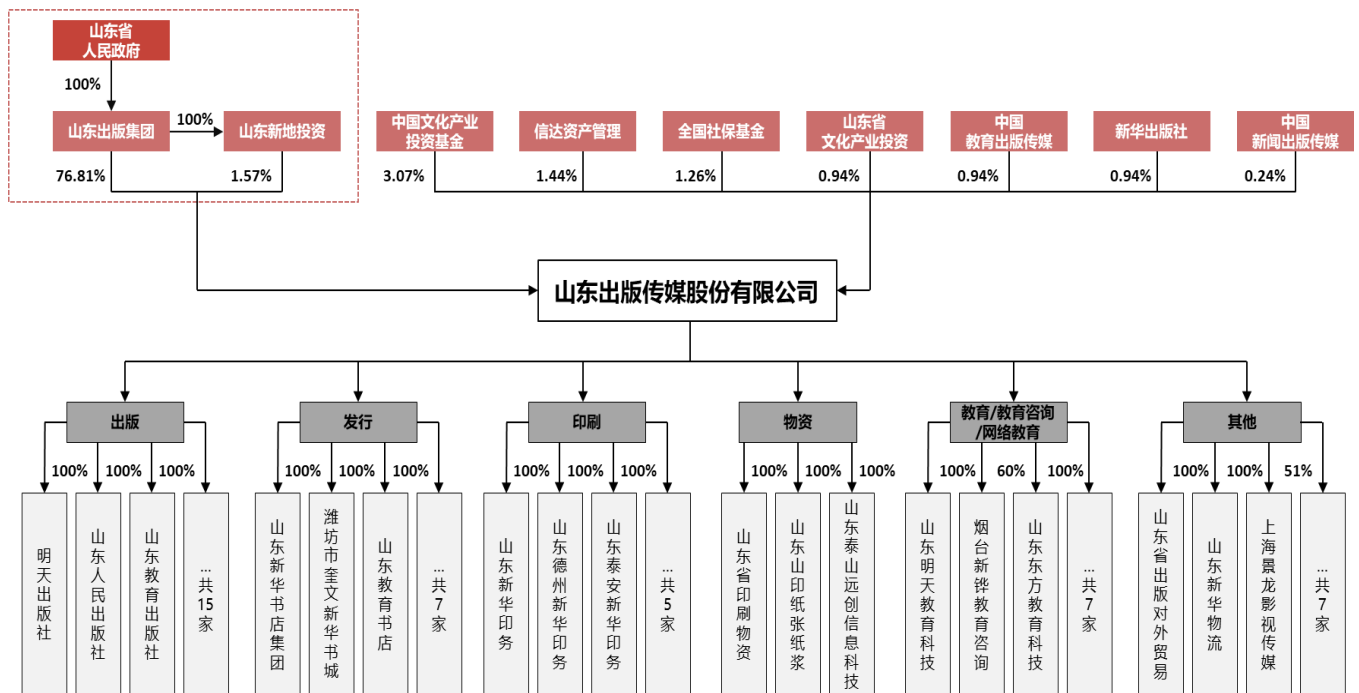
表 1: 公司募投资金项目情况	5
表 2: 2017 年集团总体经济规模于图书出版行业排名第七	5
表 3: 2017 年山东出版平均净资产收益率排名内地上市的出版公司第一	6
表 4: 山东出版国标教材	7
表 5: 2018 年最具市场影响力作家：杨红樱排名第一	9
表 6: 公司一般图书类型及代表作品	10
表 7: 新华书店集团教育装备中标项目	10
表 8: 分业务收入及毛利率	13
表 9: 可比出版公司估值情况	14
附表: 财务预测与估值	16

1 立足教育大省，产业链带完备的出版龙头

2011年12月成立，2017年11月正式登陆上交所。山东出版的主营业务为出版、发行、印刷、印刷物资贸易，公司的主要产品及服务是图书、期刊及电子音像出版物，发行、印刷服务及物资贸易等，主要收入来源是教材教辅出版发行及出版物物资贸易业务，2017年，教材教辅业务营收占公司总营收的68%。加回内部抵销数据后，2015-2017年，公司营收占比保持在50%以上，毛利占比高于52%。

公司实际控制人为山东出版集团，背靠山东省人民政府。山东出版集团为国有独资公司，其直接持有公司76.81%的股权，通过全资子公司山东新地投资间接持有公司1.57%的股权，合计持有公司78.38%的股权，成为公司控股股东、实际控制人。山东出版集团背靠山东省人民政府，公司拥有政府背书。山东出版整合其控股股东在出版发行领域的优质资产，经过多年经营，公司已经实现了图书、期刊、新媒体等各种传媒业态协调发展、相互补充的良好格局；形成了编辑、印刷、发行、物资贸易各板块专业分工、上下游密切协作、无缝链接的完整出版产业链。

图1：山东出版股权结构（截至2018年半年报）



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

打造重点图书集群，搭建全新版贸平台，出版“走出去”成果丰硕。2011年，山东出版集团作为绝对控股股东，与集团旗下山东新地投资有限公司共同发起设立山东出版传媒股份有限公司。2013年，公司完成增资扩股。同年，公司首家海外尼山书屋—马耳他尼山书屋成功落地。2015年，第一家海外尼山书屋出版机构在美国洛杉矶成功注册，实现出版机构走出去。同年，全球首家数字尼山书屋落户新西兰。2017年底，公司在上交所挂牌上市，成为山东首家IPO上市的国有文化企业。公司打造重点图书集群，成功策划举办中国·山东“一带一路”图书版权贸易洽谈会，版权输出量相当于前5年的总和。2018年，公司继续

打造重点图书集群，成功策划参与中国阿语地区“一带一路”版贸会和“一带一路”版贸会走进中东欧活动，所属各出版单位与国外出版机构共签订 152 种图书的版权协议（输出 107 种、引进 45 种），截至 2018 年 11 月中旬，山东出版集团 2018 年的图书版权输出已达 205 种，再创历史新高。公司与 IPR License 在线版权交易平台开展合作，实现线上和线下互动的版贸效果。同年，山东出版集团七度入选全国文化企业 30 强。

图 2：公司历史沿革图：打造重点图书集群，搭建全新版贸平台

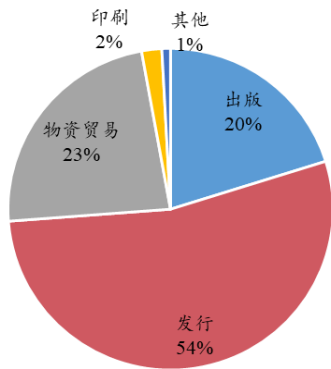


数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

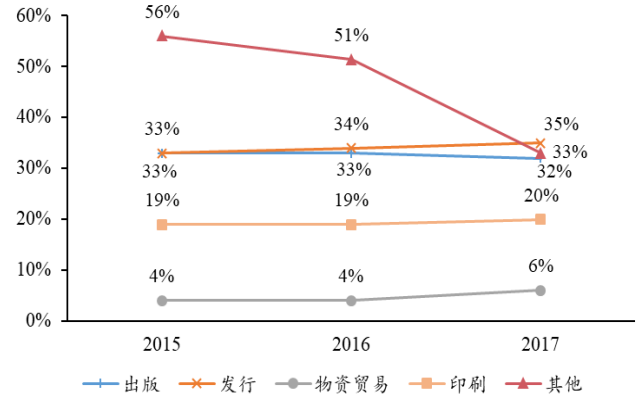
公司业务开展情况：营收主要由发行业务贡献。

- **发行业务**：发行业务包括书店集团发行业务和下属出版社自办发行业务。公司发行主要依靠：1) 子公司山东新华书店集团，书店集团位列全国发行集团第六名，主要在山东省内进行出版物的发行、批发、零售、连锁经营业务；2) 公司下属各出版社，依托自办发行体系，主要向省内外发行各社的出版物。2015-2017年，公司发行业务的营收分别为 46.9 亿元、51.6 亿元 (+10%)、59.4 亿元 (+15%)，总体占不剔除内部抵销后营收的 49%、53%、54%。随着公司管理水平的提高和书店集团的转型升级，发行业务毛利率从 2015 年起逐步提升，分别为 33%、34%、35%。
- **出版业务**：出版业务按照产品主要分为教材及教辅、一般图书两类。2015-2017年，公司教材及教辅的营收规模分别是 14.1 亿元、14.6 亿元 (+4%)、17.5 亿元 (+19%)，一般图书的营收规模分别是 3.0 亿元、3.4 亿元 (+13%)、3.9 亿元 (+15%)。出版业务整体毛利率保持在 33% 左右。

- **物资贸易:** 公司物资贸易业务分为一般贸易和转口贸易。2015-2017年, 物资贸易业务的营收规模分别是 28.0 亿元、25.0 亿元 (-11%)、25.8 亿元 (+0.32%), 毛利率保持在较低水平, 分别为 4%、4%、6%。
- **印刷业务:** 印刷企业主要服务于各出版社、杂志社、商场、政府事业单位等客户, 包括内部印刷业务和外部印刷业务, 业务规模及占比均较小。

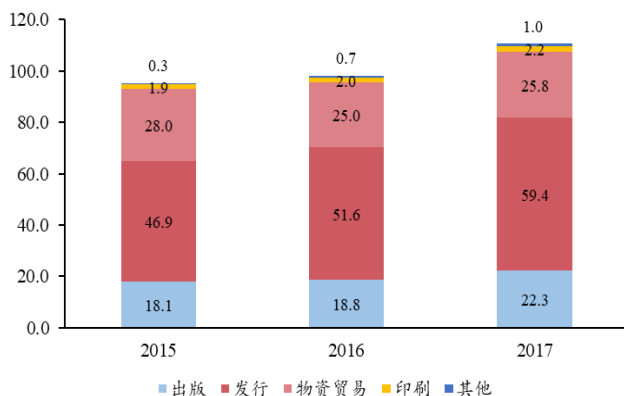
图 3: 公司 2017 年营收构成及占比情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

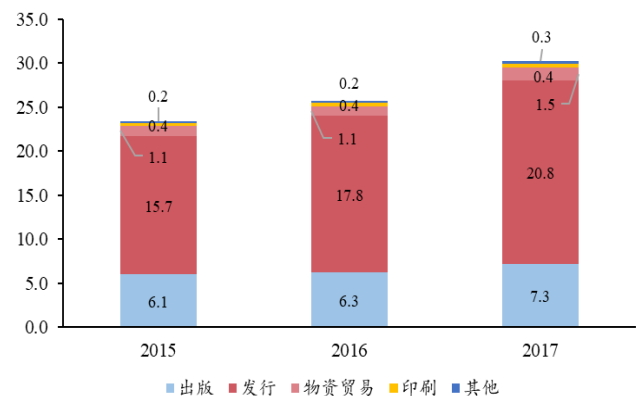
图 4: 公司 2015-2017 年各项业务毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司业务结构: 发行业务成为毛利的主要贡献力量。 营收方面, 2015-2017年, 公司发行业务贡献每年超过 49% (不剔除内部抵消) 的总营业收入, 所占营收的比例持续上升, 分别为 49%、53%、54%。毛利方面, 发行业务为毛利的主要来源, 2015-2017年来发行业务占毛利的比例分别为 67%、69%、69%。

图 5: 公司历年营收结构: 发行业务贡献主要营收 (亿元)


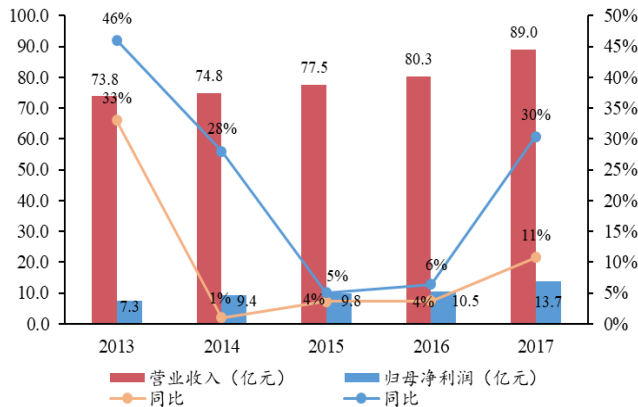
数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

图 6: 公司历年毛利结构: 发行、出版为主体 (亿元)


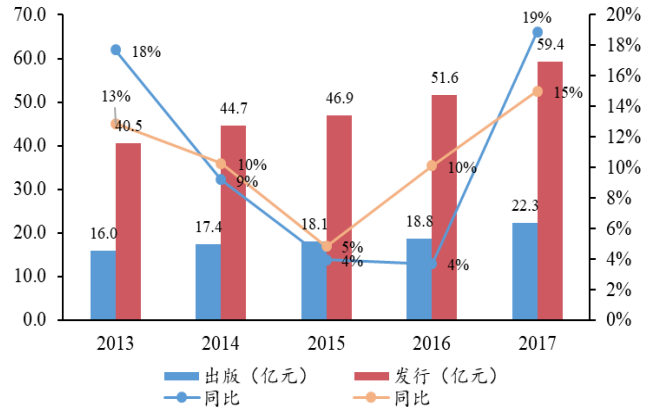
数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

公司业绩状况: 2013 年以来, 营收、归母净利润稳步增加。 2013 年以来, 公司营业收入不断增长, 归母净利润均保持 5% 以上的增长速度。2017 年, 子公司书店集团实现营业收入 60.7 亿元, 同比增长 14.6%; 净利润 8.7 亿元, 同比增长 45.5%, 使得公司归母净利润在 2017 年增长率达到 30%。2013-2017 年间, 公司出版业务与发行业务营收与公司总营收趋势保持一致, 均保持增长态势。随着大众阅读方式、阅读载体的改变, 出版发行图书数量整体呈下降趋势, 2015-2016 年出版业务与发行业务的增长速度相对较为缓慢。2017 年,

作为创新驱动的重点工作，公司全面推进新华书店的转型升级，在发行和出版业务上实现新的突破增长，达到了5年来最高增长率，分别为19%和15%。

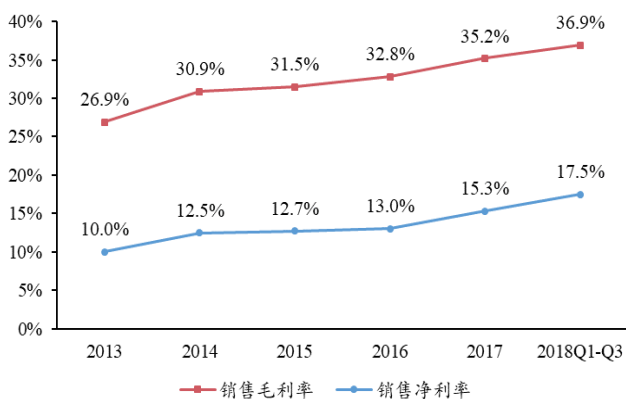
图7：公司2013年以来营业收入和归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

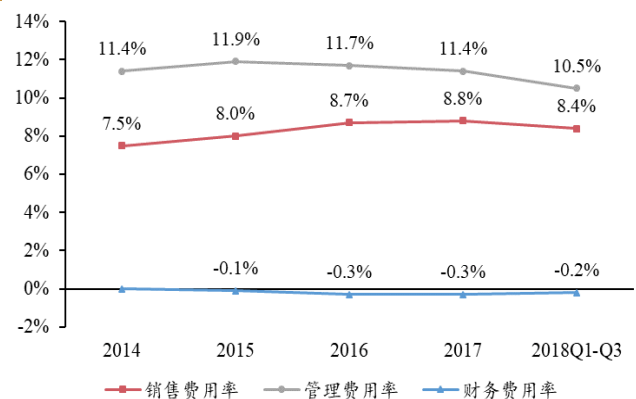
图8：公司2013年以来出版、发行营收情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力：毛利率稳步提升，三费率水平基本保持稳定。2013-2017年，由于收入增长带来的规模效应以及毛利率相对较高的教辅类图书收入占比提升，公司的毛利率和净利率逐步提升，毛利率从2013年的26.9%提升到2018年前三季度的36.9%。公司公告显示，公司管理费用率于2015年达到最高值11.9%，在2015-2017年期间小幅下降，通过书店集团2017年的改革，公司整体经济效益显著提升，2018年前三季度的管理费用率下降至10.5%。公司销售费用率稳定在8%左右。

图9：历年公司销售毛利率及销售净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图10：历年公司三项费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

数字教育项目、新华书店多元化经营改造项目成公司上市募投资金的主要投向。山东出版于2017年11月22日上市，新股募集资金总额27.1亿元，扣除发行费用共计9165万元后，公司实际募集资金净额为26.2亿元。公司募集资金用于特色精品出版项目、“爱书客”出版云平台电子书、供应能力建设等项目等十个募投项目，涉及大众传媒、教育传媒、发行、印刷、管理和补充流动资金六个板块，募集资金主要投向教育传媒板块、发行板块以及补充流动资金。

表 1: 公司募投资金项目情况

类别	序号	募集资金项目	拟使用募集资金量 (万元)
大众传媒板块	1	特色精品出版项目	15090.0
	2	“爱书客”出版云平台电子书供应能力建设项目	4640.3
教育传媒板块	3	学前教育复合建设项目	15684.3
	4	基础教育阳光智慧课堂建设项目	37129.6
	5	职业教育复合建设项目	18125.2
发行板块	6	新华书店门店经营升级改造建设项目	34221.6
	7	物流二期项目	35607.2
印刷板块	8	印刷设备升级改造项目	37913.0
管理板块	9	综合管理信息系统平台项目	9374.1
补充流动资金	10	补充流动资金	54219.7
合计			262005.0

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2 立足人口、教育大省, 分享“大三科”发行的红利

新闻出版行业龙头, 公司综合实力强劲。根据开卷信息的数据, 2017 年公司在全国整体零售市场的码洋占有率为 1.25%, 整体图书收益能力优于综合零售整体市场上出版机构的平均水平。在国家新闻出版总局公布的图书出版集团总体经济规模排名中, 山东出版集团排名第七。根据国家新闻出版总署的数据, 2017 年出版公司平均净资产收益率 11.4%, 高出出版传媒上市公司平均净资产收益率 0.5 个百分点, 山东出版平均净资产收益率 19.7%, 位居在中国内地上市的出版公司平均净资产收益率的第一名。

公司在零售市场第一大门类中的少儿类, 具有品牌集群优势。2017 年公司在实体店市场的出版效率达到 2.67, 为少儿类领先集团 TOP10 中最高者。公司在少儿文学市场排名第 3, 其中实体店排名第 2。公司在马列综合类图书市场排名第 2, 公职类考试丛书累计发行超过 500 万册。公司拥有 9 家图书出版社、1 家音像出版社、3 家期刊社, 公司旗下人民社、明天社为全国百佳出版社。公司旗下拥有山东省新华书店集团 (及省新华书店 5 家直属经营公司、16 个市级新华书店、青岛东图公司、104 个县级新华书店), 是全国最早成立的省级新华书店集团之一。

表 2: 2017 年集团总体经济规模于图书出版行业排名第七

综合排名	集团名称	综合得分	同比排名变化
1	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	3.2	0
2	江西省出版集团公司	1.7	1
3	湖南出版投资控股集团有限公司	1.5	-1
4	中国教育出版传媒集团有限公司	1.4	0
5	浙江出版联合集团有限公司	1.2	2
6	安徽出版集团有限责任公司	1.0	0
7	山东出版集团有限公司	1.0	4
8	湖北长江出版传媒集团有限公司	0.9	-3
9	中国出版集团公司	0.9	1
10	河北出版传媒集团有限责任公司	0.5	-2

数据来源: 国家新闻出版总局, 西南证券整理

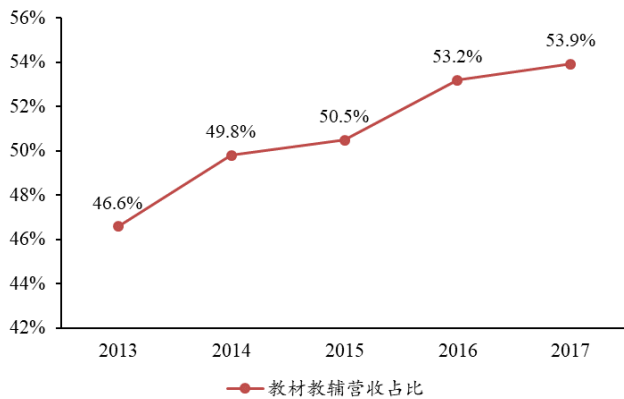
表 3: 2017 年山东出版平均净资产收益率排名内地上市的出版公司第一

综合排名	股票简称	收益率
1	山东出版	19.70%
2	城市传媒	14.84%
3	南方传媒	13.90%
4	中国科传	13.36%
5	中文传媒	12.30%
6	中南传媒	11.85%
7	长江传媒	10.67%
8	中原传媒	10.08%
9	凤凰传媒	9.51%
10	中国出版	8.99%

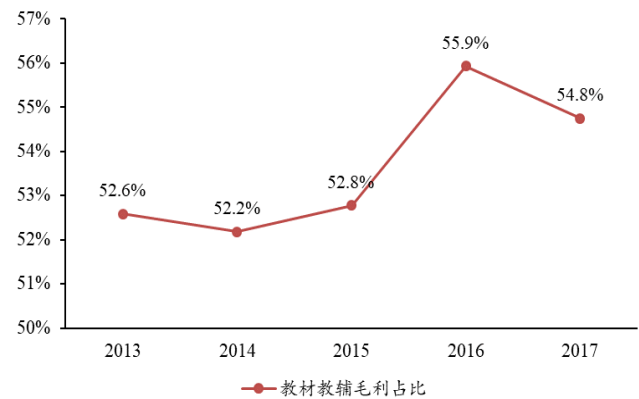
数据来源: 国家新闻出版总局, 西南证券整理

2.1 公司业绩确定性强, 纸价回稳改善成本端

教材教辅占营收、毛利的半壁江山, 公司业绩确定性强。公司教材教辅营收占比 5 年来一直稳定上升, 加回内部抵销数据后, 公司营收占比保持在 50% 以上, 毛利占比 5 年来一直高于 52%。2017 年, 公司 53.9% 的营收、54.8% 的毛利由教材教辅贡献, 由于教材教辅由政府通过公开招标方式进行采购 (新华书店集团中标), 公司大部分业绩已被提前锁定, 与经济形势无关, 业绩确定性强。

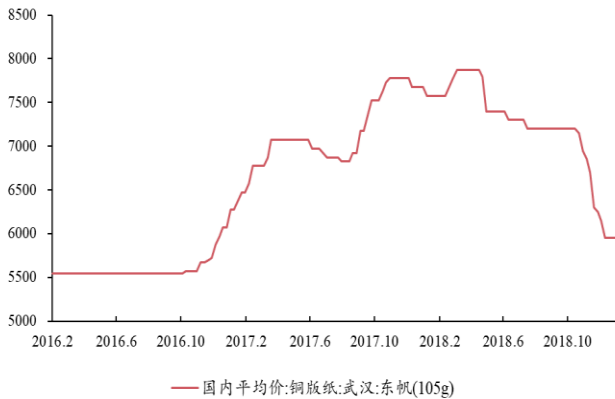
图 11: 历年公司教材教辅营收占比情况


数据来源: wind, 西南证券整理 (加回内部抵销的数据)

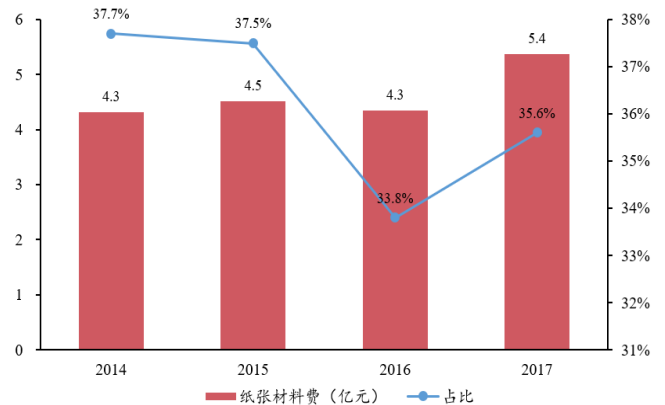
图 12: 历年公司教材教辅毛利占比情况


数据来源: wind, 西南证券整理 (加回内部抵销的数据)

纸价回稳, 公司成本端得到管控。纸张是图书的重要原材料, 占出版业务总成本的 35% 左右, 纸价会直接影响到图书的定价, 尤其是一般图书。受到煤矿去库存、环保去产能以及大货车不能超载超限等因素的影响, 纸价自 2016 年 7 月起开始波动。以铜版纸为例, 2016 年 7 月价格为 5550 元/吨, 2017 年 7 月升至 6875 元/吨, 2018 年 4 月升至 7875 元/吨见顶, 2019 年 1 月回落至 5950 元/吨。随着纸价的回稳, 公司的成本端将得到有效管控。

图 13: 铜版纸价格走势图 (元/吨)


数据来源: wind, 西南证券整理 (纸价走势上地方和全国的走势相似)

图 14: 历年公司纸张成本及占出版成本比例情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 教材教辅: 高壁垒+深护城河, 收割大三科普及红利

在教材教辅方面, 公司具备高壁垒、深护城河:

第一, 高壁垒: 山东省内中小学教材总发行商, 山东省高中教材独家供应商。山东出版在山东省图书市场尤其是教材教辅的出版、发行市场拥有巨大的影响力。公司是人教社、人音社等多家全国性教材教辅出版单位在山东省内义务教育阶段教材及配套教辅的独家出版、发行代理商, 公司依托旗下山东新华书店集团构建了健全的教材教辅发行渠道, 是山东省内中小学教材总发行商, 山东省高中教材独家供应商。公司旗下发行企业新华书店集团是山东省义教阶段和高中阶段评议教辅的唯一发行商, 拥有山东省唯一教材发行业务资质。

第二, 深护城河: 教材种类多、线下发行渠道排他性优势。

在教材教辅方面: 截至 2017 年底, 公司开发的“鲁版”国标学科教材共 14 科、30 种、246 册, 教辅 (含教辅读物) 共计 11000 余种, 是山东省的头部教辅出版发行商, 在山东拥有绝对市场地位, 公司教材教辅的销售面向全国, 已覆盖 16 个省。

表 4: 山东出版国标教材

出版社	学级	具体科目
鲁人版	小学	品德与生活、品德与社会
	初中	五四学制: 思想品德 六三学制: 思想品德
	高中	语文
鲁教版	小学	五四学制: 品德与生活、品德与社会、音乐、美术、语文
	初中	五四学制: 语文、数学、英语、音乐、美术、地理、化学、历史、体育与健康 六三学制: 化学
	高中	六三学制: 地理
鲁科版	小学	五四学制: 英语
	初中	五四学制: 生物、物理

出版社	学级	具体科目
	高中	物理、化学
鲁美版	小学	品德与生活、品德与社会
	高中	美术

数据来源：公司公告，西南证券整理

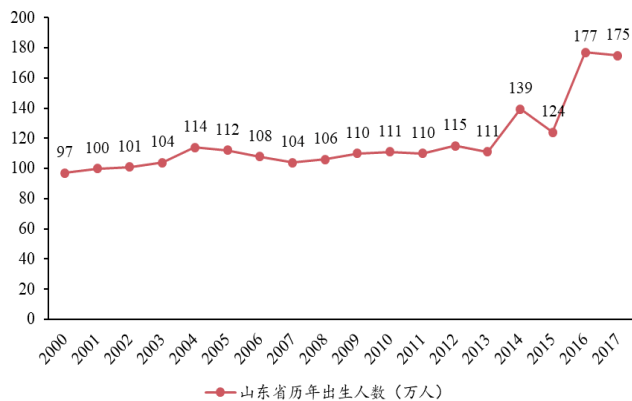
在发行渠道方面：公司负责山东省（除青岛市）的教材教辅发行。新华书店集团及其分公司是公司旗下的发行公司，现已形成遍布全省的省、市、县、乡、村五级发行网络。截至2017年年底，新华书店集团共有412家直营营业网点，经营面积约24万平方米。其中，综合性门店148家，校园书店192家，社区商圈书店29家，乡镇发行网点43家。上述网点中，114家为自有产权，298家为联营租赁（其中189家为合作免租方式）。

第三，需求提升：山东省学生数量提升、结构改善，收割大三科普及红利。

新生儿数量提升。Wind数据显示，2004-2014年，山东省新生儿数量一直徘徊在110万人左右，2014年以来，山东省新生儿数量开始呈现增长的态势，到2016年，新生儿数量达177万人的历史高点。同时，山东省2016、2017年新生儿数量均为全国第一，为少儿类、教材教辅类图书提供新增的需求。

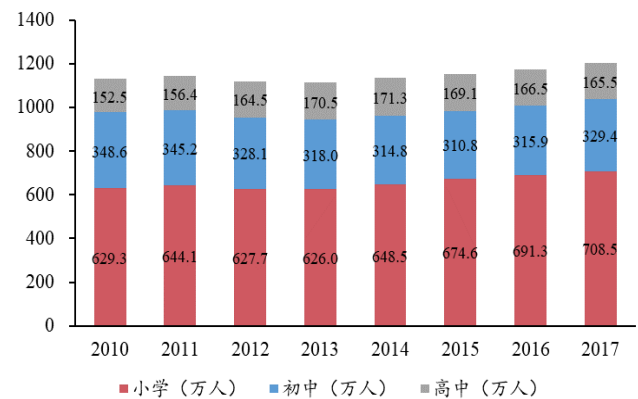
学生结构日渐改善。山东省小学在校学生规模于2013年见底，初中在校学生规模于2015年见底，高中在校学生人数仍在缓慢下降。随着新生儿逐渐进入学校，山东省在校学生人数上升，结构改善，对教材教辅需求量将逐渐提升。新生儿大约6年之后进入小学读书，2014年出生的人口会在2020年进入小学学习。因此，在2020年及以后，山东省将迎来在校学生规模全面增长、以及学生结构改善的阶段，山东出版仍将受益于人口红利。

图 15：2000 年以来，山东省历年出生的人口数量



数据来源：wind，西南证券整理

图 16：2010 年以来，山东省小、初、高学生结构



数据来源：教育部，西南证券整理

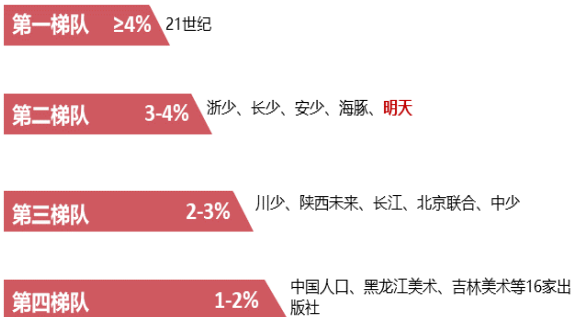
第四，大三科开始普及，公司是山东省唯一出版代理商、发行商，有望收获其他版本大三科教材退出的红利。山东省自2017年秋季开始统一使用大三科（语文、政治、历史）教材，替换一年级/新初一的大三科教材，随着这批学生升学逐年推行到高年级。受此影响，山东出版的鲁教版以及其他版本的大三科教材将逐步退出市场。但是，公司拥有山东省全省人教版大三科教材的独家代理和发行权，有望收获其他版本大三科教材退出的红利。

2.3 一般图书：畅销书种类丰富，少儿/马列类图书排名靠前

在一般图书方面，公司畅销书种类丰富。

在少儿读物方面，根据开卷信息的数据，2018年1-9月，明天出版社在少儿类图书的码洋占有率超过3%，位列全国出版集团第6位。公司拥有畅销图书系列和单行本，《笑猫日记》系列、《信谊世界精选图画书》系列、《罗尔德·达尔作品典藏》系列、《猜猜我有多爱你》等读物在当当2018童书榜和开卷信息2018各月畅销榜少儿类榜单中名列前茅，其中《笑猫日记》系列在2018年7月累积发行量突破6000万册，成为现象级图书。与此同时，公司与很多少儿出版、现当代文学的畅销作者积极合作，包括：杨红樱、伍美珍、商晓娜、郁雨君、庞婕蕾、曹文轩等。

图 17：少儿图书零售市场竞争情况：明天社位列第二梯队



数据来源：开卷信息，西南证券整理

图 18：2018 年当当年度童书榜：明天社上榜图书



数据来源：当当网，西南证券整理

表 5：2018 年最具市场影响力作家：杨红樱排名第一

排名	作者	2018 年销量最高图书
1	杨红樱	笑猫日记-又见小可怜
2	克利斯提昂·约里波瓦	不一样的卡梅拉(01). 我想去看海
3	北猫	米小圈脑筋急转弯-脑力挑战赛
4	沈石溪	动物小说大王沈石溪. 品藏书系. 狼王梦
5	曹文轩	曹文轩纯美小说系列. 草房子
6	东野圭吾	新经典文库. 东野圭吾作品(39). 解忧杂货店
7	杨鹏	小布老虎丛书. 装在口袋里的爸爸-爸爸变小记
8	唐家三少	斗罗大陆（第三部）-龙王传说(28)
9	雷欧幻像	不可思议事件簿(6)-怪物医院
10	笑江南	植物大战僵尸 2. 恐龙漫画-深海狩猎者

数据来源：开卷信息，西南证券整理

在其他畅销书方面，根据公司2017年年报，公司在马列综合类图书市场排名第2，艺术综合类图书市场排名第4，设计综合类排名第2，骨科类图书市场排名第3，农业类图书市场排名第4，在健美健身图书市场排名第4。在公职类考试丛书方面，已累计发行超过500万册。

表 6：公司一般图书类型及代表作品

类型	代表作品	备注
少儿文学、少儿绘本类	《笑猫日记》（累计发行超过 6000 万册） 《阳光姐姐小书房》（累计发行超过 1200 万册） 《辫子姐姐心灵花园》（累计发行超过 560 万册） 《猜猜我有多爱你》（累计发行超过 250 万册）	少儿小说实体店排名第 2，少儿故事网店排名第 2，少儿绘本市场排名第 4
马列综合类	《马克思主义发展史话》	马列综合类图书市场排名第 2
公职考试类	《山东省公务员录用考试辅导教材》 《山东省事业单位公开招聘工作人员考试辅导教材》	累计发行超过 500 万册
影视艺考类	《文艺常识》	艺术综合类图书市场排名第 4，影视艺考丛书累计发行超过 100 万册
设计综合类	《设计中的设计》（累计销售超过 30 万册）	设计综合类排名第 2
健美健身类	《怀孕圣经》（累计销售超过 60 万册） 《德拉威尔肌肉训练系列》（累计销售超过 23 万册）	健美健身图书市场排名第 4

数据来源：公司年报，公司官网，西南证券整理

2.4 新业务：进军教育装备市场，搭建 To C 平台

新业务方面，公司有以下几个亮点：

第一，新华书店集团加快进军教育装备市场及教育研学旅游。公司旗下书店集团在全省开展教育装备工作具有得天独厚的品牌优势，不仅能够深入各县的销售渠道，还有充足的资金保障。2017 年，书店集团实现中标金额 4.2 亿元，同比增长 600%，项目涵盖电脑、多媒体一体机、云桌面平台、监控安防工程、篮球场工程、课桌椅、校服、智慧校园体系等。目前，书店集团已与多家知名厂商签订了战略合作协议，初步建立了“教育装备核心供应商库”。与此同时，书店集团成立了专门的教育研学旅行公司，通过依托和整合已有资源推进教育研学游业务的全面开展。

表 7：新华书店集团教育装备中标项目

客户名称	中标项目	中标金额（万元）	客户名称	中标项目	中标金额（万元）
光明街小学	校园设施	288.3	庆云县教育局	学生电脑、教师电脑	438.2
鄄城县教育局	多媒体教室	1130.3	鄄城一中	校园广播及多媒体	797.6
天桥区教育局	信息系统扩容	234.0	成武一中	实验室	586.1
东明县教育局	云桌面微机室	228.9	章丘一直专	电教设备	398.9
东明县教育局	云桌面微机室	244.5	鄄城教育局	学生电脑	972.1
武城县教育局	计算机	1723.6	夏津综合高中	饮水设备、空调	444.9
市中区教育局	视频会议系统	556.1	夏津教育局	学生电脑、教师电脑	515.2
平原县教育局	教室笔记本电脑	331.2	峰城教育局	塑胶跑道	807.5
市中区教育局	录播设备	470.1	峰城教育局	塑胶跑道	811.2
乳山特教学校	学校设施	151.9	峰城教育局	塑胶跑道	656.1
乳山市教育局	信息化建设	795.7	山亭教育局	多媒体触控一体机	395.8
滨州市大数据产业园示范基地 A 区 B 座	硬件	385.7	菏泽市牡丹区第二十一中学南校区	信息化建设	378.2

客户名称	中标项目	中标金额 (万元)	客户名称	中标项目	中标金额 (万元)
冠县教育局	班班通设备	575.8	聊城东昌府区教育局	信息化建设	810.0
嘉祥一中	实验室	401.6			

数据来源：山东新华书店集团官网，西南证券整理

第二，山东教育出版社“鲁教视通网”、“小荷听书”、山东科学技术出版社宝可思 ICC 项目、明天出版社学前教育网等项目进展顺利。

“鲁教视通网”于 2016 年 4 月上线试运行，网站支持 B2C 模式的山东教育出版社自制教育视频发布销售，为教师提供在线教学空间，实现 C2C 模式的教学视频运营。网站配合教育社中小学教材教辅、老年大学教材、少儿读物等纸质图书开设了精品微课、动画故事、名师课堂、名家推介、老年大学等栏目，为多年龄阶段的读者提供专业、丰富、便捷的网络视频点播服务。截至 2017 年底，“鲁教视通网”在线课程总时长超过 15000 分钟，课程数超过 1400 节，点播量超过 120 万人次。公司持续推进出版新业态融合发展，山东教育出版社打造的专业网络教育视频网站——“鲁教视通网”连续三届荣获全国新闻出版业“优秀数字教育平台”

公司打造的有声出版阅读平台“小荷听书”入选新闻出版类重点项目并荣获多项大奖。2016 年，鲁教社开通了“小荷听语”微信订阅号，以音视频形式试水在线视听服务，相较于喜马拉雅 FM、蜻蜓 FM 等成熟的听书平台，“小荷听书”定位于为中小學生提供增值服务，做“小而美”的细分人群业务。鲁教社于 2017 年 10 月推出了“小荷听书”微信服务号，以使用教育社教材教辅的 500 多万学生为主要目标读者群体。根据出版商务周报的数据，截至 2018 年 2 月，“小荷听书”累计用户 25000 余人。

图 19：“鲁教视通网”精品微课



数据来源：“鲁教视通网”官网，西南证券整理

2016年，山东科学技术出版社有限公司引进香港ICC教育项目，经过整合，打造“宝可思ICC”全新教育品牌理念，研发出适合3~12岁不同年龄段孩子的课程体系，包括核心课、拼读课等主修课程体系，专为高端家庭及出国留学家庭服务，让孩子们能够体验国际化的纯英语环境，融入丰富多彩的英语文化世界，培养未来社会领袖所需的素养。

图 20：“宝可思 ICC”课程



数据来源：“宝可思 ICC”官网，西南证券整理

山东学前教育网由山东省教学研究室和明天出版社联合主办。作为山东省内学前教育的官方门户网站，山东学前教育网以全省学前教育工作者、幼儿家长为服务对象，以提供学前教育资讯、学术交流、网络互动等多项服务为办网宗旨。

第三，公司努力拓展综合物流业务。公司遵照“管理科学、运营高效、主业挺拔、多元强大”的总体要求，稳步推进三方物流业务发展，于2015年建立山东新华物流有限公司并于同年成立山东新华物流有限公司济南新华城市快运分公司。

图 21：新华物流自动化流水线



数据来源：公司新闻，西南证券整理

图 22：新华物流开展创新创业孵化园项目实景



数据来源：公司新闻，西南证券整理

公司与杭州快货运、苏宁物流等几个规模较大的货运交易平台及物流商家合作，充分运用互联网+、O2O 电子商务模式使信息及服务在线上、线下紧密相联。目前，山东新华物流有限公司作为山东省境内规模最大、设施最齐备、服务最专业的第三方物流企业，具备自主

知识产权的模块化定制的物流管理信息系统，已经打造出一张可靠、高效、覆盖全省、辐射全国的物流网络。2017年11月10日，公司被评为“山东省四星级物流企业”。同时，公司于2016年全面开展了创新创业孵化园项目，并成为了美联集团现采基地。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

公司的主要业务为教材教辅、一般图书的出版、发行，以及围绕出版发行业务开展的印刷、物资贸易、新业务等。

教材教辅出版发行业务：公司负责山东省教材的发行工作，预计在学生人数触底回升，大三科开始普及、纸价回稳后，公司教材出版发行业务发展速度将高于之前年份，毛利率维持在36%左右。

一般图书出版发行业务：公司具有稳定的线上、线下发行渠道，预计在纸价企稳的背景下，公司一般图书业务保持平稳发展，毛利率维持在35%左右。

印刷业务：公司印刷企业主要服务于各出版社、杂志社、商场、政府事业单位等客户，包括内部印刷业务和外部印刷业务。印刷及物资供应业务是出版发行业务的下游行业，受出版发行业务综合影响。预计印刷业务保持平稳增长，毛利率维持在20%左右。

物资贸易业务：物资贸易分部涵盖纸张、木浆、设备及其他物资产品的采购和销售。预计物资贸易业务保持平稳增长，毛利率维持在5%左右。

基于以上假设，我们预测公司2018-2020年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
教材教辅出版发行	收入	6,057.9	6724.3	7531.2	8510.2
	增速	14.2%	11.0%	12.0%	13.0%
	毛利率	35.7%	35.7%	35.8%	35.8%
一般图书出版发行	收入	1,624.7	1,819.7	2,038.0	2,282.6
	增速	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	35.1%	35.1%	35.2%	35.2%
音像制品出版发行	收入	90.00	85.5	81.2	77.2
	增速	-0.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%
文化用品及其他出版发行	收入	63.10	66.3	69.6	73.0
	增速	-67.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%
物资贸易	收入	2,581.9	2,659.4	2,739.1	2,821.3
	增速	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
印刷	收入	222.3	235.6	249.8	264.8
	增速	9.6%	6.0%	6.0%	6.0%
	毛利率	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
其他主营业务	收入	429.5	472.5	519.7	571.7
	增速	521.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	13.9%	16.0%	18.0%	18.0%
其他业务	收入	164.4	164.4	164.4	164.4
	增速	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	61.4%	61.4%	61.4%	61.4%
内部抵销	收入	-2332.8	-2,449.4	-2,571.9	-2,700.5
	增速	-20.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-0.2%	-1.7%	0.0%	0.0%
合计	收入	8,900.92	9,778.1	10,821.1	12,064.7
	增速	10.79%	9.9%	10.7%	11.5%
	毛利率	35.15%	35.5%	35.4%	35.5%

数据来源: Wind, 西南证券

3.2 估值与评级

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72 元、0.79 元、0.89 元。我们选取 A 股上市公司中主业为出版发行的公司进行对比, 2019 年行业平均估值水平为 14 倍。基于 1) 2014 年以来, 山东省新生人口数量开始呈现增长的态势, 2001-2013 年, 山东省新生人口一直保持在 110 万人左右, 2014-2017 年, 山东省新生人口分别为 139 万人、124 万人、177 万人、175 万人, 一直维持在较高水平, 学生人数和学生结构日益改善; 2) 大三科普及带来公司市占率进一步提升。给予公司 2019 年 15 倍 PE, 目标价 11.85 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9: 可比出版公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601098.SH	中南传媒	12.67	0.72	0.76	0.82	17.7	16.63	15.43
603096.SH	新经典	59.96	1.92	2.34	2.86	31.2	25.64	20.98
000719.SZ	中原传媒	7.97	0.76	0.82	0.91	10.43	9.68	8.8
601900.SH	南方传媒	8.63	0.75	0.84	0.92	11.46	10.26	9.4
601811.SH	新华文轩	9.97	0.74	0.8	0.88	13.44	12.46	11.32
600229.SH	城市传媒	7.06	0.53	0.62	0.72	13.29	11.37	9.86
601928.SH	凤凰传媒	7.65	0.55	0.61	0.66	13.93	12.6	11.62
均值		16.27	0.85	0.97	1.11	15.92	14.09	12.49

数据来源: wind, 西南证券整理

4 风险提示

- **原材料纸价上涨风险。**尽管目前的纸价相比于 2017 年来说，处于较为稳定的环境中，但也不能排除纸价大幅提升使公司成本承压的影响。
- **新业务拓展成效或不及预期风险。**尽管公司在 2017 年在教育装备市场斩获订单，TO C 端的教育平台如期开拓，但也不能排除公司新业务拓展不及预期，拖累公司业绩的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8900.92	9778.09	10821.09	12064.66	净利润	1359.00	1503.73	1650.72	1844.34
营业成本	5772.43	6302.46	6985.63	7775.98	折旧与摊销	200.06	270.11	270.11	270.11
营业税金及附加	58.48	58.88	67.86	75.26	财务费用	-23.94	32.15	34.57	38.92
销售费用	778.39	821.36	908.97	1020.37	资产减值损失	69.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	1014.31	1075.59	1190.32	1327.11	经营营运资本变动	-766.32	110.34	-126.14	-58.71
财务费用	-23.94	32.15	34.57	38.92	其他	-178.17	-71.57	-15.34	-18.39
资产减值损失	69.05	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	659.66	1844.76	1813.92	2076.28
投资收益	22.41	23.00	23.00	23.00	资本支出	-1146.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	882.18	4.77	24.35	23.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-264.06	4.77	24.35	23.86
营业利润	1362.38	1510.65	1656.74	1850.02	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.61	-8.03	-7.56	-7.72	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1355.78	1502.62	1649.18	1842.30	股权融资	2608.35	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.22	-1.11	-1.54	-2.04	支付股利	-400.40	-521.80	-577.37	-633.81
净利润	1359.00	1503.73	1650.72	1844.34	其他	-9.52	-4.16	-34.57	-38.92
少数股东损益	-5.83	-6.45	-7.08	-7.91	筹资活动现金流净额	2198.43	-525.96	-611.94	-672.73
归属母公司股东净利润	1364.83	1510.18	1657.80	1852.26	现金流量净额	2593.68	1323.57	1226.33	1427.41
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6110.68	7434.25	8660.58	10087.98	成长能力				
应收和预付款项	1597.01	1648.53	1858.43	2057.44	销售收入增长率	10.79%	9.85%	10.67%	11.49%
存货	1507.51	1734.07	1955.81	2216.59	营业利润增长率	48.40%	10.88%	9.67%	11.67%
其他流动资产	651.73	728.58	801.64	895.50	净利润增长率	29.74%	10.65%	9.78%	11.73%
长期股权投资	1.60	1.60	1.60	1.60	EBITDA 增长率	43.44%	17.84%	8.19%	10.08%
投资性房地产	316.12	334.35	333.00	332.14	获利能力				
固定资产和在建工程	2008.67	1826.23	1643.79	1461.34	毛利率	35.15%	35.55%	35.44%	35.55%
无形资产和开发支出	767.55	689.43	611.32	533.20	三费率	19.87%	19.73%	19.72%	19.78%
其他非流动资产	419.59	410.04	400.48	390.93	净利率	15.27%	15.38%	15.25%	15.29%
资产总计	13380.47	14807.09	16266.65	17976.74	ROE	15.61%	15.48%	15.30%	15.37%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.16%	10.16%	10.15%	10.26%
应付和预收款项	3033.03	3303.29	3686.81	4120.50	ROIC	60.42%	56.65%	65.38%	74.76%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.28%	18.54%	18.13%	17.90%
其他负债	1642.30	1788.75	1791.44	1857.30	营运能力				
负债合计	4675.34	5092.04	5478.25	5977.80	总资产周转率	0.76	0.69	0.70	0.70
股本	2086.90	2086.90	2086.90	2086.90	固定资产周转率	5.67	6.19	7.74	9.93
资本公积	2185.84	2185.84	2185.84	2185.84	应收账款周转率	8.78	8.08	8.32	8.28
留存收益	4458.24	5446.62	6527.06	7745.50	存货周转率	3.16	3.11	3.13	3.14
归属母公司股东权益	8702.99	9719.36	10799.79	12018.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.35%	—	—	—
少数股东权益	2.14	-4.31	-11.39	-19.30	资本结构				
股东权益合计	8705.13	9715.05	10788.40	11998.94	资产负债率	34.94%	34.39%	33.68%	33.25%
负债和股东权益合计	13380.47	14807.09	16266.65	17976.74	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.97	3.09	3.22	3.30
					速动比率	2.52	2.63	2.75	2.82
					股利支付率	29.34%	34.55%	34.83%	34.22%
					每股指标				
					每股收益	0.65	0.72	0.79	0.89
					每股净资产	4.17	4.66	5.17	5.75
					每股经营现金	0.32	0.88	0.87	0.99
					每股股利	0.19	0.25	0.28	0.30
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1538.50	1812.91	1961.42	2159.05					
PE	12.66	11.44	10.42	9.33					
PB	1.98	1.78	1.60	1.44					
PS	1.94	1.77	1.60	1.43					
EV/EBITDA	6.43	4.70	3.72	2.72					
股息率	2.32%	3.02%	3.34%	3.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn